

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晶澳科技 (002459)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q1 业绩承压，全球化布局加速

2024年05月08日

事件:

- 公司发布 2023 年年报以及 2024 年第一季度季报。2023 年公司实现营业收入 815.56 亿元，同比增长 11.74%；实现归母净利润 70.39 亿元，同比增长 27.21%；实现扣非后归母净利润为 71.40 亿元，同比增长 28.46%。2024Q1 公司实现营业收入 159.71 亿元，同比下降 22.02%；实现归母净利润-4.83 亿元，同比下降 118.70%；实现扣非后归母净利润为-3.69 亿元，同比下降 114.81%。

点评:

- 产业链一体化优势明显。**2023 年，公司组件产能超 95GW，硅片和电池产能约为组件产能的 90%，其中 n 型电池产能超 57GW，各环节产能规模有序增加。此外，越南 5GW 电池、美国 2GW 组件等新建项目按计划推进，按照公司未来产能规划，2024 年底公司硅片、电池及组件产能均将超 100GW。公司的一体化产业链涵盖太阳能硅棒、硅片、电池及组件等多个生产应用环节，实现了上下游产能的高度匹配，提高了生产效率，有效降低了产品成本。
- 坚持技术创新、降本增效，应对产品降价压力。**光伏产业的“内卷”导致盈利能力下降，2023Q4 公司毛利率降至 13.23%，2024Q1 进一步下降至 5.06%，为应对这种情况，公司长期持续支持技术研发和工艺创新工作，降低成本的同时建立技术壁垒。2023 年发布的全新 n 型组件 DeepBlue 4.0 Pro 相比于 p 型组件，BOS 成本可降低 2%-4.5%左右，LCOE 可降低 2.5%-6%左右，相比于原有版型 n 型组件，BOS 成本可降低 1.4%-2.8%左右，LCOE 可降低 0.7%-1.6%左右。公司 2023 年研发投入 44.46 亿元，占营业收入 5.45%。截至 2023 年末，公司自主研发已授权专利 1,263 项，其中发明专利 285 项。
- 公司全球化布局优势明显，海外出货占比较高。**2024Q1 公司组件海外出货量占比 62%，同时，公司在海外设立了 13 个销售公司，销售网络遍布全球 165 个国家和地区，短期来看，企业之间竞争加剧，产业链价格快速下降。在这样的环境下，拥有全球化布局的公司或可以快速调整，将销售比重倾向高价值市场，抵消个别国家或地区市场阶段性低谷及国际贸易摩擦等不可控因素的影响，进而有望保持稳健的发展态势。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别是 786.40、957.34、1166.96 亿元，同比增长 -3.6%、21.7%、21.9%；归母净利润分别是 37.63、62.59、92.35 亿元，同比增长 -46.5%、66.3%和 47.5%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.86、7.73、5.24 倍，维持“买入”评级。
- 风险因素：**光伏需求不及预期、光伏产品价格持续下跌风险、竞争格局

恶化、国际贸易风险等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	72,989	81,556	78,640	95,734	116,696
增长率 YoY %	76.7%	11.7%	-3.6%	21.7%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	5,534	7,039	3,763	6,259	9,235
增长率 YoY%	171.4%	27.2%	-46.5%	66.3%	47.5%
毛利率%	14.8%	18.1%	11.9%	13.2%	14.4%
净资产收益率ROE%	20.1%	20.0%	9.7%	13.8%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	1.71	2.14	1.14	1.89	2.79
市盈率 P/E(倍)	35.14	9.68	12.86	7.73	5.24
市净率 P/B(倍)	5.14	1.96	1.24	1.07	0.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 05 月 07 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	38,157	49,132	56,240	69,975	86,748	
货币资金	12,184	15,988	21,823	32,081	43,463	
应收票据	149	180	194	236	288	
应收账款	8,347	9,166	9,675	10,471	11,490	
预付账款	2,551	1,990	2,079	2,494	2,998	
存货	11,909	14,472	15,187	17,080	20,537	
其他	3,017	7,336	7,282	7,613	7,973	
非流动资产	34,279	57,457	61,009	62,520	61,786	
长期股权投资	774	899	1,074	1,224	1,386	
固定资产	21,449	36,866	41,592	44,396	44,517	
无形资产	1,389	2,263	2,888	3,146	3,431	
其他	10,667	17,430	15,455	13,754	12,452	
资产总计	72,436	106,589	117,249	132,494	148,534	
流动负债	35,054	50,266	51,084	61,064	68,860	
短期借款	1,787	979	2,979	3,479	3,979	
应付票据	13,418	18,609	19,933	22,773	24,644	
应付账款	5,155	8,816	9,492	10,248	12,322	
其他	14,694	21,862	18,680	24,564	27,915	
非流动负债	7,188	18,319	24,319	23,319	22,319	
长期借款	1,777	1,477	7,477	6,477	5,477	
其他	5,411	16,842	16,842	16,842	16,842	
负债合计	42,242	68,585	75,403	84,383	91,179	
少数股东权益	2,659	2,888	2,892	2,898	2,907	
归母股东权益	27,535	35,116	38,954	45,213	54,448	
负债和股东权益	72,436	106,589	117,249	132,494	148,534	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	72,989	81,556	78,640	95,734	116,696	
同比 (%)	76.7%	11.7%	-3.6%	21.7%	21.9%	
归属母公司净利润	5,534	7,039	3,763	6,259	9,235	
同比 (%)	171.4	27.2%	-46.5%	66.3%	47.5%	
毛利率 (%)	14.8%	18.1%	11.9%	13.2%	14.4%	
ROE%	20.1%	20.0%	9.7%	13.8%	17.0%	
EPS (摊薄)(元)	1.71	2.14	1.14	1.89	2.79	
P/E	35.14	9.68	12.86	7.73	5.24	
P/B	5.14	1.96	1.24	1.07	0.89	
EV/EBITDA	13.72	5.00	6.27	3.44	1.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	72,98	81,556	78,640	95,734	116,696	
营业成本	62,20	66,773	69,292	83,122	99,945	
营业税金及附加	242	422	440	479	525	
销售费用	1,050	1,380	1,416	1,436	1,750	
管理费用	1,708	2,345	2,359	2,681	3,034	
研发费用	1,007	1,142	1,180	1,340	1,634	
财务费用	-529	-360	9	46	2	
减值损失合计	-1,109	-2,306	-702	-601	-602	
投资净收益	317	-71	315	383	467	
其他	-49	637	629	789	954	
营业利润	6,467	8,114	4,185	7,201	10,625	
营业外收支	-150	-71	0	0	0	
利润总额	6,317	8,043	4,185	7,201	10,625	
所得税	776	850	419	936	1,381	
净利润	5,540	7,192	3,767	6,265	9,244	
少数股东损益	7	153	4	6	9	
归属母公司净利润	5,534	7,039	3,763	6,259	9,235	
EBITDA	9,883	13,112	7,556	10,635	13,952	
EPS (当年) (元)	1.71	2.14	1.14	1.89	2.79	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	8,182	12,414	5,568	16,803	15,862	
净利润	5,540	7,192	3,767	6,265	9,244	
折旧摊销	3,059	4,012	3,603	3,958	4,144	
财务费用	-225	-83	129	210	242	
投资损失	-317	71	-315	-383	-467	
营运资金变动	-1,487	-1,285	-2,476	5,984	1,885	
其它	1,612	2,507	860	769	814	
投资活动现金流	-7,227	-17,79	-7,680	-5,835	-3,738	
资本支出	-7,672	-17,777	-7,820	-6,068	-4,043	
长期投资	-51	227	-175	-150	-162	
其他	495	-243	315	383	467	
筹资活动现金流	-1,461	5,960	7,946	-710	-742	
吸收投资	7,911	1,195	75	0	0	
借款	10,40	6,515	8,000	-500	-500	
支付利息或股息	-492	-854	-129	-210	-242	
现金流净增加额	-411	643	5,834	10,258	11,382	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，4年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

王煊林，电力设备新能源行业研究助理，复旦大学金融硕士，2023年加入信达证券研究所，负责风电及核电行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。